2026년 01월 12일

Market Comment

Strategy 변준호 02) 6915-5670 / ymaezono@ibks.com

반도체 실적 상향에 따른 지수 전망 상향

1. 강력한 반도체 실적 전망 상향 지속

강력한 반도체 실적 전망 상향 흐름이 지속되고 있는 가운데 특히 삼성전자와 SK하이닉스의 실적 상향이 KOSPI 전체 실적 상향을 뚜렷하게 견인하고 있다. 그리고 강한 실적 상향은 KOSPI 밸류에이션 부담을 낮추는 결과로 전개되고 있다.

작년 9월 이후로 전개되고 있는 반도체 실적 상향 모멘텀은 11월에 잠시 주춤했으나 최근으로 올수록 더욱 강한 탄력을 보이고 있다. AI 투자 수요가 여전히 견고한 가운데 공급 숏티지가 장기화 될 것이라는 전망이 확대되면서 반도체 가격 상승 폭이 더욱 가파르게 전개되고 있다.

삼성전자의 26년 영업이익 컨센서스 추정치는 지난 8월 말에 40조원 수준에 머물렀으나, 최근 132조원까지 상향 돌파했다. SK하이닉스의 경우 42조원 수준에서 104조 수준으로 상향됐다. 지난 8월말에는 SK하이닉스의 추정치가 소폭 우위에 있었으나 지난 10월부터 삼성전자 전망치가 앞서기 시작했고 추정치의 갭은 지속적으로 확대되고 있다. 26년 영업이익 컨센서스 추정치는 9월 이후로 삼성전자가 232%, SK하이닉스가 148% 상향된 반면 동 기간 주가는 삼성전자 99%, SK하이닉스는 177%로 상승했다. 실적 전망이 Y=X2의 형태로 가파르게 상향되면서 주가 상승 폭이 그에 못 미치고 있다. 작년 9월 이후로 삼성전자는 주당 6.7%, SK하이닉스는 주당 5%씩 26년 영업이익이 상향 조정되고 있다. 삼성전자 추정치는 19주 연속 상향 조정 중이다.

주가 상승 속도보다 실적 상향 속도가 더 빠르게 나타나면서 밸류에이션 부담은 주가 급등에도 불구하고 크지 않은 것으로 보여진다. SK하이닉스의 12M F. P/B는 2.6배, 12M F. P/S는 3.2배로 경험적 밴드 범위를 벗어난 새로운 밸류에이션이 형성되고 있는데, 이는 HBM 효과로 인해 실적 증가 속도와 ROE 등이 기존 패턴을 벗어나며 진행되고 있는 것에 기인한다.

한편, 삼성전자 12M F. P/B는 1.73배, 12M F. P/S는 2.1배로 실적 및 ROE 모멘텀이 강화되고 있으나 과거 밸류에이션 범주에서 움직이고 있다. 삼성전자의 26년 ROE 추정치가 20%까지 상향 조정되면서 역사적 12M P/B 평균 수준인 2.1배까지 상승 시도가 나타날 것으로 예상된다. 12M F. P/B 2.1배를 적용한 삼성전자 주가는 대략 17만원 선으로 시장 참여자들이 그 수준까지는 밸류에이션 부담을 크게 느끼지 않을 것으로 추정된다.

삼성전자 12M F. P/B 2.1배에서 시장 참여자들의 추가 밸류에이션 상승에 대한 고민이 확대될 것으로 보이는데 추가적인 실적 상향과 ROE 상승이 동반될 경우 SK하이닉스와 같이 경험적 밴드 그 이상의 새로운 밸류에이션을 Pricing 할 수 있을 것으로 기대된다.

IBK기업은행 금융그룹 IBK투자증권

본 조사분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권 투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙 자료로 사용될 수 없습니다.

2. 실적 상향으로 시장 밸류에이션 부담 완화 및 상승 여력 확대

12월 수출이 반도체 호황에 힘입어 컨센서스를 크게 상회하면서 매우 양호했다. 12월 수출 YoY 증가율은 Single-dight이 예상됐으나 13.4%를 기록했다. 1월 수출 역시 강력한 기저 효과로 인해 수출 증가율이 상당히 높게 산출될 것으로 추정된다. 우선 작년 하반기 연준의 지속적인 금리 인하와 연말 연초 강력한 글로벌 증시 랠리로 단기적인 경기 심리가 양호할 것으로 추정된다.

그리고 더 나아가 사실 작년 1분기는 대내적으로 비상 계엄 직후의 경제 상황이었고 대외적으로는 트럼프 취임 전후로 강력한 관세 부과가 예상되었던 시기였기 때문에 경제 불확실성이 상당히 큰 국면이었다. 그래서 우리나라 수출 및 반도체 수출 모두 단기적으로 탄력이 둔화되었던 시기다. 실제 작년 1,2,3월 반도체 수출 YoY 증가율은 8%, -3%, 12%에 그친 바 있다. 이는 역으로 올해 1분기 반도체 수출 및 우리나라의 수출 실적이 기저 효과를 누리는 국면이 될 수 있어 수치 자체가 상당히 양호하게 산출될 가능성이 높다.

작년 초부터 꾸준히 상승하고 있는 반도체 수출 증가율은 작년 43%까지 확대되고 있는 상황인데, 앞서 언급한 내용을 감안해 볼 때 추가적인 증가율의 상승 흐름이 예상된다. 2000년 이후 경험적으로 반도체 수출 YoY 증가율은 금융위기 직후를 제외할 경우 약 70% 전후에서 대체로 고점을 형성한 바 있어 추가적인 상승 이후 70%에 근접할 경우 시장의 경계감이 높아질 수 있다. 반도체 수출 증가율은 중요한 경기 센티멘트 지표이기 때문에 KOSPI 변곡점과 시차가 크지 않아 상당히 중요한 시장 예측 지표 중의 하나로 활용되고 있어 주시해 볼 필요가 있다.

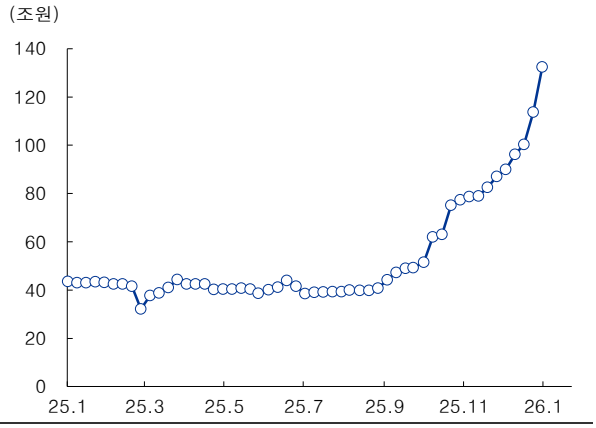
또한, 반도체 주가에 중요한 영향을 미치는 외국인 수급과 관련해서도 추가적인 Up-side 룸이 있을 것으로 추정된다. 앞서 분석한대로 현재 삼성전자와 SK하이닉스의 실적 상향 강도와 밸류에이션에서 여전히 주가 메리트가 있는 상황이고 수출 지표 역시 추가적인 강화 움직임을 기대해 볼 수 있기 때문이다.

그런 측면에서 작년 5월 이후 외국인의 매수 기조가 지속되는 가운데 외국인의 KOSPI 지분율이 36.1%까지 상승한 상황인데, 기존 고점 영역인 37~37.5%까지 추가적인 지분율 상승 시도가 예상된다. 원화 약세에 대한 외환 시장의 우려가 금융시장에 공존하고 있는 것은 사실이나 단기적으로 국내 경기 및 실적 등 펀더멘탈에 대한 우려가 크지 않은 상황이고 2분기 이후 4월부터 WGBI 편입에 따라 국내 채권 시장으로 해외 투자 자금이 유입될 것으로 예상되고 있어 상반기 급격한 원화 약세 전개 가능성은 낮다고 추정된다. 외환 시장 입장에서는 WGBI 편입 이슈에 대해 환헤지 여부가 중요하겠으나 대체로 환헤지 규모가 크지 않을 것으로 보여 자본시장연구원 등의 추정 등을 감안해 볼 때 원/달러 환율이 약 1% ~ 6% 수준 하락할 것으로 기대되고 있다. 따라서, 원화 약세 우려로 인한 외국인의 단기적인 자금 이탈 가능성은 크지 않다고 판단된다.

지금까지 언급한 내용을 기반으로 보면, 경기나 탑다운 관점에서 반도체 수출 및 업황 등의 우려가 당장 1분기에 크게 부각될 가능성은 낮다고 판단되고 그로 인해 현재 시장의 실적 전망 컨센서스 추정치에 대한 신뢰도가 단기적으로 약화될 가능성은 낮다고 판단된다. 현재 시장에서 형성되고 있는 26년 KOSPI 영업이익 컨센서스 추정치는 삼성전자와 SK하이닉스 실적 상향에 힘입어 약 500조원 수준까지 기대치가 높아지고 있는 상황이다. 이를 감안한 KOSPI 영업이익 YoY 증가율은 25년 26%, 26년 59%로 크게 바뀌었다. 이는 작년 9월 이전에 25, 26년 모두 20%대로 증가율 추정되고 있던 상황과는 크게 다르다. 또한, 상반기 이익조정비율은 보통 4분기 어닝 쇼크를 반영 후 우 상향하는 경향을 보인다.

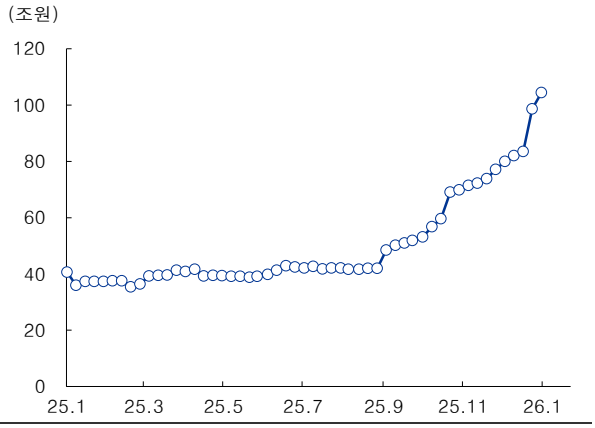
반도체 실적 상향으로 인해 26년 KOSPI 상단을 5,300pt로 상향 조정한다. 이는 KOSPI 12M F. ROE가 15% 수준까지 상승한데 따라 과거 15% 수준에서 Pricing되었던 12M F. P/B 1.5배를 적용해 산출한 것이다. 유동성 환경을 비교해도, 고객예탁금이 90조원을 상회하며 증가 흐름을 지속하고 있어 과거 1.5배 Pricing 국면 당시의 상황에 견주어 약하지 않다고 판단된다. 12M F. P/E는 지수 상승에도 불구하고 실적 상향 강도가 더욱 크게 나타나며 9배 수준으로 하락했다. 경험적 P/E 상단이 11.5배였기 때문에 P/E 측면에서는 P/B 보다 Up-side가 더 열려 있다고도 볼 수 있다.

그림 1. 2026년 삼성전자 영업이익 컨센서스 추정치 변화



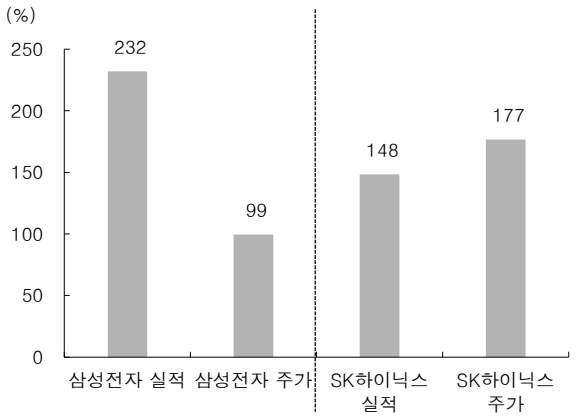
자료: 애프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 2. 2026년 삼성전자 영업이익 컨센서스 추정치 변화



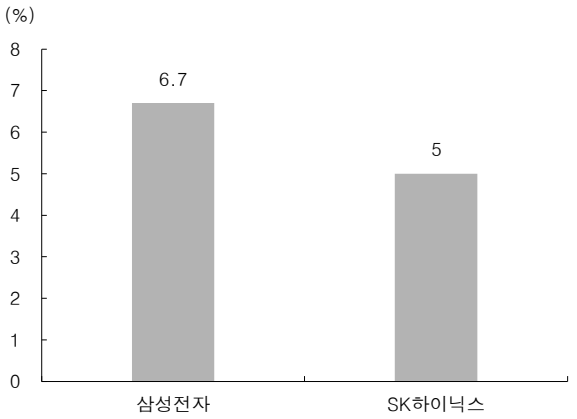
자료: 애프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 3. 작년 9월 이후, 실적 상향률과 주가 상승률 비교



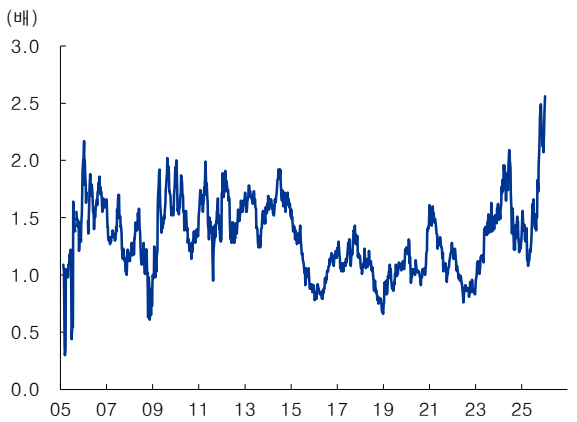
자료: 애프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권
주: 실적은 26년 영업이익 컨센서스 추정치

그림 4. 작년 9월 이후, 주당 평균 실적 상향률



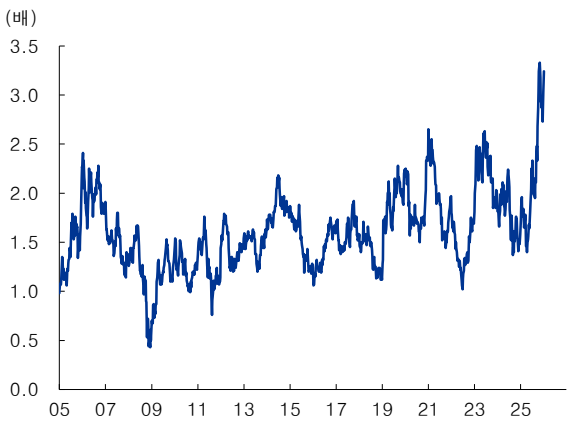
자료: 애프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권
주: 실적은 26년 영업이익 컨센서스 추정치

그림 5. 2005년 이후, SK하이닉스 P/B 추이



자료: 애프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 6. 2005년 이후, SK하이닉스 P/S 추이



자료: 애프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

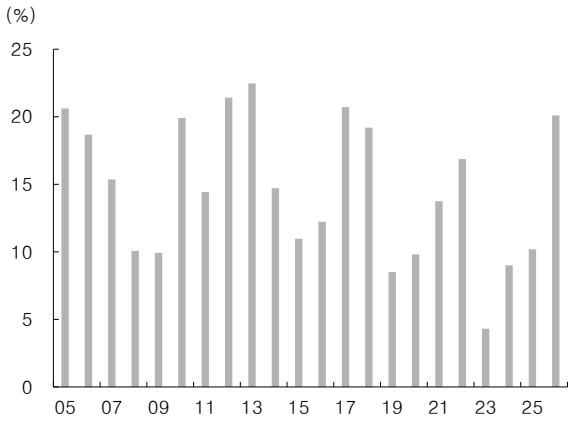
그림 7. 2005년 이후, 삼성전자 P/B 추이

자료: 애프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 8. 2005년 이후, 삼성전자 P/S 추이

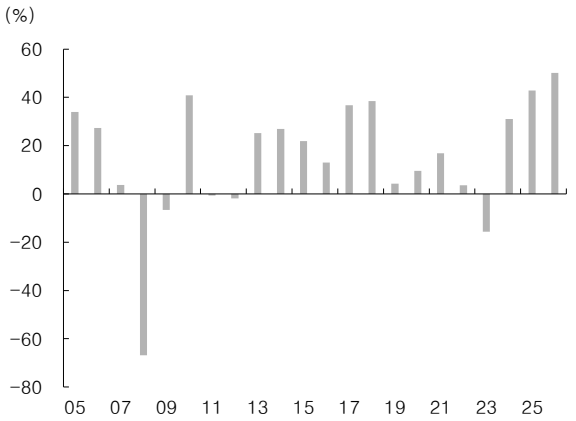
자료: 애프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 9. 2005년 이후, 삼성전자 ROE 추이



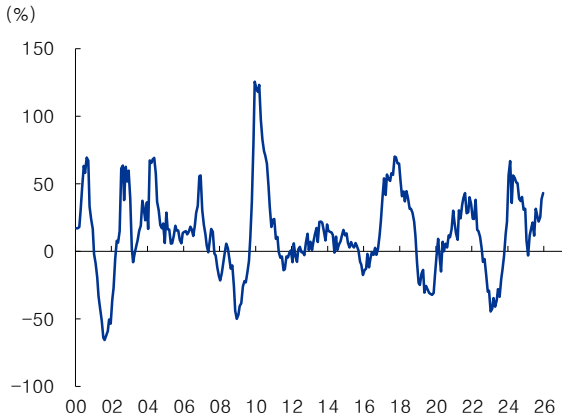
자료: 애프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 10. 2005년 이후, SK하이닉스 ROE 추이



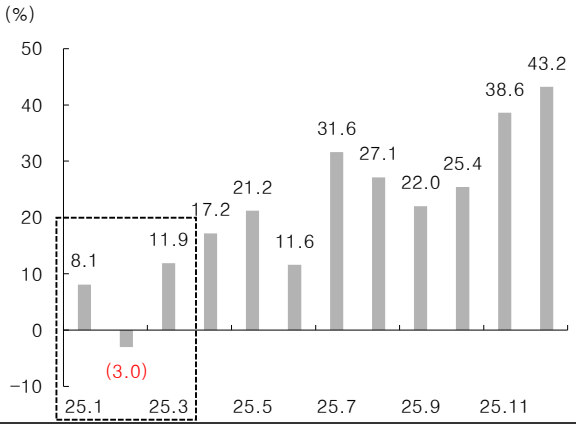
자료: 애프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 11. 2000년 이후, 반도체 수출 YoY 증가율 추이



자료: 애프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권, 주1: 25, 26년은 컨센서스 추정치
주2: KOSPI200내 컨센서스가 존재하는 기업을 대상으로 분석

그림 12. 2025년 반도체 수출 YoY 증가율 추이

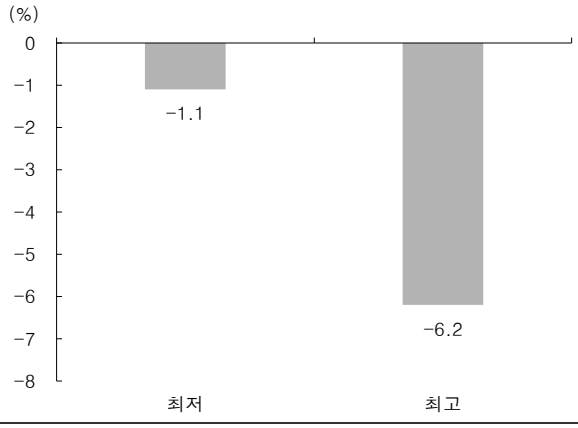


자료: 애프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권
주: 시가총액 기준

그림 13. 외국인 KOSPI 지분율 추이

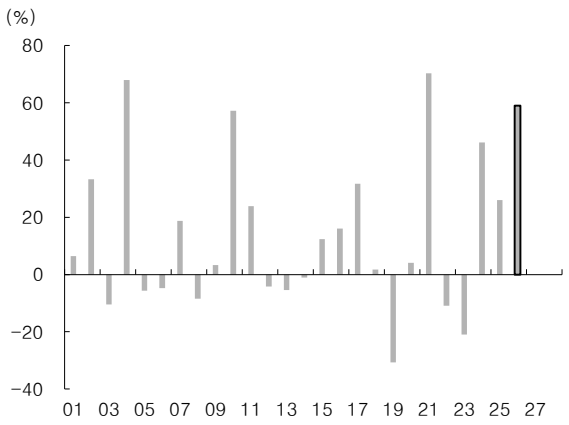
자료: 애프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 14. WGBI 편입에 따른 원/달러 환율 하락 폭 추정



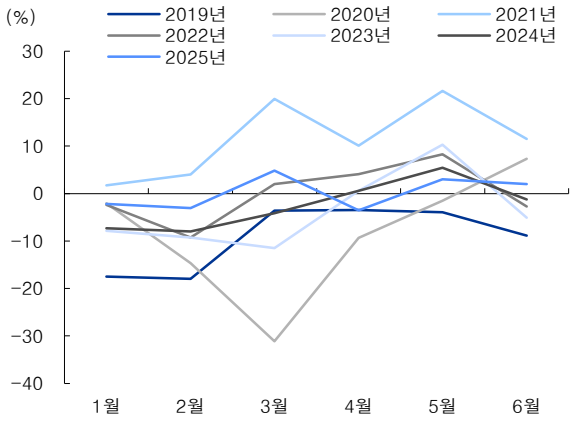
자료: 자본시장연구원, IBK투자증권

그림 15. 2001년 이후, KOSPI 영업이익 YoY 증가율 추이 및 전망



자료: 애프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권, 주1: 25, 26년은 컨센서스 추정치
주2: KOSPI200내 컨센서스가 존재하는 기업을 대상으로 분석

그림 16. 2019년 이후, 상반기 KOSPI 이익조정비율 추이



자료: 애프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 17. KOSPI 12M F. P/B 추이

자료: 애프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권
주: Data 결측값은 이전 값으로 보간

그림 18. KOSPI 12M ROE 추이

자료: 애프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권
주: Data 결측값은 이전 값으로 보간

그림 19. KOSPI 12M F. P/E 추이

자료: 애프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권
주: Data 결측값은 이전 값으로 보간